

# AZ ÁLLAMADÓSSÁG HATÁSA A GAZDASÁGI TELJESÍTMÉNYRE

DEDÁK ISTVÁN

Eszterházy Károly Egyetem,  
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar  
Üzleti Tudományok Intézete  
dedak.istvan@uni-eszterhazy.hu

## Összefoglalás

A tanulmány az államadósság és a költségvetési deficit gazdasági teljesítményre gyakorolt hatását vizsgálja. Bemutatja, hogy az államadósság szerepének megítélése alapvetően attól függ, hogy milyen a konjunkturális helyzet a gazdaságban az államadósság felhalmozódása idején. Ennek tükrében részletesen elemzi az európai válságkezelés folyamatát, annak teoretikus alapjait. A tanulmány második felében az államadósság hosszú távú hatásaira fókuszálva az adósságdinamikai és növekedésméleti összefüggések egybekapcsolásával egy egyszerű neoklasszikus növekedési modell keretében vizsgálja az adósság hatását a steady-state jövedelemszintre.

**Kulcsszavak:** államadósság, likviditási csapda, válságkezelés, neoklasszikus növekedési modell

## 1. Bevezetés

Az államadósság gazdaságra gyakorolt hatásának elemzése a közgazdaságtan egyik legfontosabb, legtöbb vitára okot adó területe. Az államadóssággal kapcsolatos kihívásokra adott válaszok ugyanakkor jelentős szerepet játszanak a gazdaságpolitika formálásában és ezáltal a gazdasági teljesítmény alakulásában.

Szembevető példái ennek a 2008-ban kitört globális pénzügyi válságra adott gazdaságpolitikai válaszok, amelynek tekintetében markáns különbség figyelhető meg az Egyesült Államok és az Európai Unió válságkezelése között. Miközben az USA a válság elleni küzdelemben államadósságot és költségvetési deficitet növelő, maszszív keynesi keresletélénkítő politikát folytatott – vagyis tulajdonképpen a standard

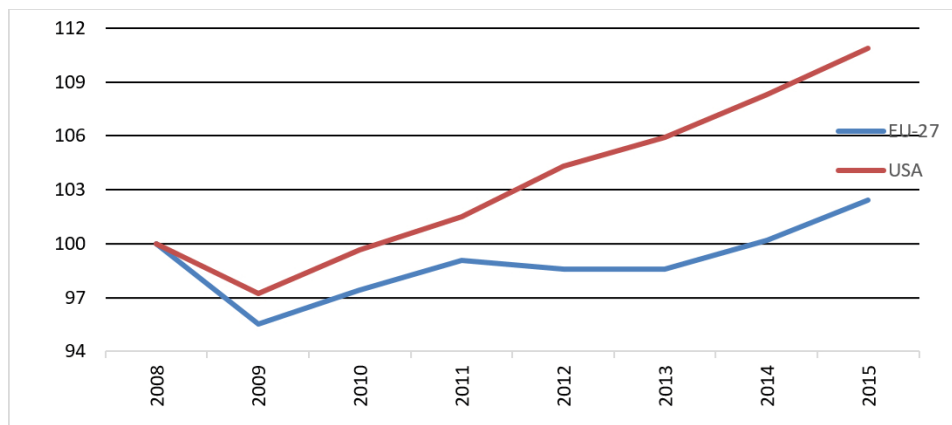
tankönyvi receptet követte –, aközben az EU a válság elleni küzdelem fókuszába az államadósság lefaragását állította. Nyolc évvel a válság kitörése után az eredmények tekintetében azt látjuk, hogy az amerikai gazdaság teljesítménye messze lekörözte az Európai Unióét. S a kérdés az, hogy az EU gazdaságpolitikuskait mi vezette arra a meggyőződésre, hogy az államadósság súlyos teher, s a válságkezelés középpontjába az államadósság lefaragását, s nem a munkanélküliség, valamint az alacsony gazdasági növekedés elleni küzdelmet kell állítani.

A tanulmány felépítése a következő. Először röviden áttekintjük az EU-ban 2010-ben végrehajtott gazdaságpolitikai fordulat okait. Ezt követően megvizsgáljuk, hogy az államadósság gazdasági teljesítményre gyakorolt hatása miért egészen más válságban, mint potenciális GDP mellett működő gazdaságban, azaz kedvező konjunkturális viszonyok mellett. Végezetül egy egyszerű neoklasszikus növekedési modellben vizsgáljuk az államadósság terhét az adósságdinamikai és növekedésméleti összefüggések összekapcsolásával.

## 2. A gazdaságpolitikai fordulat okai

A válságkezelés folyamán az USA gazdasági teljesítménye 2015-re rendkívül jelentős mértékben – kicsivel több mint 8%-kal – múlta felül az államadósság elleni küzdelmet a válságkezelés középpontjába állító Európai Unió teljesítményét (1. ábra).

**1. ábra: Az USA és az EU gazdasági teljesítményének alakulása**



Forrás: Eurostat

És miért maradt le az Európai Unió ilyen jelentősen? Az okok sokrétűek (az eurózóna mint optimális valutaövezet kérdésének feszegetésétől kezdve egészen a közgazdaság-tudomány állapotáig bezárólag), ám az biztosan állítható, hogy az európai válságkezelésben 2010-ben beállt fordultnak – amelynek alapjait Torontóban a 20 fejlett ország részvételével tartott csúcstalálkozón kövezték ki – megkerülhetetlen jelentősége van.

A fordulat veleje, hogy megváltoztak a gazdasági kihívások. A gazdaságok felépülőben vannak, a növekedés újra megindult, a munkanélküliség csökkenő pályán van, és ez 2010-ben valóban így is volt. Nincs tehát szükség további gazdaságélénkítésre, a növekedés fiskális támogatására, sőt annak határozott visszafordítása a „helyes irány”, ahogyan azt a találkozó résztvevői ki is nyilatkozták: „A fejlett országok olyan fiskális terv mellett kötelezték el magukat, amely a költségvetési deficiteket legalább megfelezi 2013 végére”.

A valódi ellenség most már az államok eladósodása, mert a kormányzati adósságok fenntarthatatlan pályára kerültek, s ebből eredően a prosperitáshoz a befektetők és a pénzügyi piacok bizalmának helyreállításán keresztül vezet az út – hangzott a verdikt. Jean Claude Trichet (2010), az EKB egykori elnöke ezzel kapcsolatosan így fogalmazott: „Szilárd meggyőződésem, hogy a jelenlegi körülmények között a bizalmat eredményező politika segíti, nem pedig hátráltatja a növekedést, mert ma a bizalom a kulcs tényező... Az a nézet, hogy a szigorító intézkedések stagnálást idéznek elő, helytelen.”

A közismerten szigorpárti Trichet prófeciáját követő harmadik évben azonban „bizalomtündér” sehol, a tartós stagnálás és ezáltal az „elveszett évtized” rémképe pedig ma már nem egy lehetséges, hanem a legnagyobb realitással bíró forgatókönyv.

Az igazán releváns kérdés azonban az, hogy a fiskális szigor irányába történő fordulat miért következett be akkor, amikor a 2009-es súlyos visszaesést követően a gyógyulás éppen csak megindult, a munkanélküliség magas volt, a monetáris politikát pedig a likviditási csapda fogsága kötötte – és köti ma is – gúzsba.

A markáns gazdaságpolitikai fordulatban közgazdasági és emberi tulajdonságokból eredő pszichológiai okok egyaránt jelen voltak, és ez utóbbiak szerepe egyáltalán nem lebecsülendő a történések megértésében. Az adósságtól való félelem az emberi természetben gyökeredzik. Mindenki tudja, hogy mit jelent az, ha a háztartásoknak adóssága van. Azt vissza kell fizetni, vagyis jövőben jövedelmeink egy részét

nem lehet szabadon elkölteni, ehelyett adósságtörlesztésre kell fordítani. Nemfizetés esetén vagyontárgyainkkal felelünk a tartozásért, így kisebb örökséget hagyhatunk gyermekeinkre. Mindezek az aggodalmak természetesen kiterjeszthetők az állam adósságára is, például úgy, ahogyan a brit miniszterelnök, David Cameron (2013) fogalmazott: „Az államadósság ugyanolyan, mint a folyószámlahitel: vissza kell fizetni.” De akár tekinthetünk rá úgyis, mint a generációk közötti szolidaritás felrúgására: a mai adósságunk a jövő generációjának a terhe.

Mindezt szem előtt tartva nem meglepő, hogy az adósság elleni küzdelem irányába történő fordulatot a (gazdaság)politikuskoknak könnyű kommunikálni, sőt a program számára társadalmi támogatottságot találni is egyszerű, nincs szükség szofisztikált közgazdasági érvelésre. Hiszen a nagyközönség olyan célkitűzés megfogalmazásával találkozik, amelynek igazságtartalmáról ő maga is meg van győződve, személyes vagy akár ismerősei tapasztalatain keresztül. Az adósságtól való félelem sokunknak a génjeibe van programozva. Természetes emberi reakció, hogy ha „baj van”, a háztartásnak összebb kell húzni a nadrágszíjat, miért ne lenne ez így az államok esetében is?

Annak felismerése, hogy valami még sincs rendben, a többség számára csak évekkel később derül ki, amit az elhúzódó recesszióval együtt járó szenvedés tesz láthatóvá. Valahogy nem akarnak a dolgok rendbe jönni. Ráadásul az sem világos – a közgazdaságtan jól ismert aforizmáját használva –, hogy hogyan lehet a pokolhoz vezető út az adósságelfaragás jó szándékával kikövezve. És tulajdonképpen itt érkeztünk el a problémák velejéhez, az államadósság terhének közgazdaság értelmezéséhez.

### **3. Az államadósság hatása válságban**

Makrogazdasági szinten és különösen a likviditási csapda világában az államadósság és a költségvetési deficit kérdése a köznap gondolkodáshoz képest egészen más képp fest. Az egyéni szinten megjelenő racionalitás és az abból táplálkozó kollektív bölcsesség többsége a gazdaság egészét tekintve – s a gazdaságpolitika formálása szempontjából ez az, ami releváns – egész egyszerűen nem igaz. A helyzetet tovább bonyolítja, hogy az államadósság, illetve a költségvetési deficit következményeit illetően a lehető legszigorúbban különbséget kell tenni aközött, hogy az milyen konjunkturális viszonyok között jön létre. Az államadósság gazdasági szerepének megítélése körüli zűrzavar jelentős részben ennek a különbségtételnek az elmulasztásából táplálkozik.

Amikor az adósságról nem egyéni szinten (tehát például nem egy háztartás szemszögéből) gondolkodunk, az első összefüggés, amit említeni érdemes, az az, hogy globális szinten a nettó adósság zéró. Ez nem a gazdaság működéséről tett állítás, hanem egyszerű elszámolásazonosság. Valamely gazdasági szereplő adóssága ugyanis mindig más gazdasági szereplő pénzügyi vagyona. Ami az államoknak állampapír formájában megtestesülő adósság, az más gazdasági szereplőknek pénzügyi vagyon. Ugyanez a helyzet a pénz formájában meglévő vagyon esetében is, hiszen a pénz keletkezését tekintve hitelpénz. Amennyi pénz van a gazdasági szereplők birtokában, más valakiknek fillérre pontosan akkora a tartozása. Ebből következően, amikor valamely gazdasági szereplő leépíti adósságát, az mindig más gazdasági szereplő pénzügyi vagyonának csökkenésével és/vagy eladósodásának növekedésével jár együtt.

Ám ennek ellenére az adósság leépítése (akár állami, akár magán) normál konjunkturális viszonyok közepette nem jelent problémát. A kamatláb csökkenése (és/vagy a valuta leértékelődése) biztosítja azt, hogy a költekezését visszafogó és az adósságát lefaragó szereplők helyébe más – a múltban kevésbé eladósodott – szereplők költekezése, illetve adóssága lépjen.

A gond akkor jelentkezik, amikor a kamatláb elérte a zéró alsó korlátot (zero lower bound – ZLB), azaz beállt a likviditási csapda, továbbá a válság globális, vagyis nincs mód a problémának a fizetési mérleg többletén keresztül történő orvoslására. Európa, az USA és Japán nem rendelkezhet egyidejűleg fizetésimérleg-aktívummal, mert ami az egyik országban szufficit, az a másikban deficit.

Az államadóssággal kapcsolatosan a legfőbb problémát a közvélemény (s gyakran még a közgazdászok egy része is) azzal azonosítja, hogy az államadósságot – éppen úgy, mint a magánadósságot (lásd korábban David Cameron véleményét) – vissza kell majd fizetni, így az valójában az „unokáinkat” terheli. Ez a magánadósság analógiáján alapuló – ám a gazdaságpolitika formálásában mégis fontos szerepet játszó – okfejtés az államadósság tekintetében és makrogazdasági szinten vizsgálva nem állja meg a helyét.

Először is: az államok – szemben például a háztartásokkal – elméletileg végtelen hosszú ideig élnek, így bár a lejáró állampapírokat visszafizetik, de úgy, hogy helyette új papírokat bocsátanak ki, s azzal a lejáró adósságot refinanszírozzák. Vagyis az adósság görgetésével megtehetik azt, amit a háztartások nem.

Másodszor: lehet az állam adóssága 50 év múlva mondjuk a GDP 90%-a? Miért ne lehetne? Nagy Britannia adóssága például az elmúlt 300 év folyamán átlagosan 110% felett volt, és sohasem esett be 20% alá. Ezeknek a megállapításának a közgazdasági alapját a kormányzat intertemporális korlátja adja meg, amely a következőképpen fejezhető ki.

Az államadósság változása a költségvetési deficit összegével egyenlő, azaz:

$$\dot{B} = rB(t) - [T(t) - G(t)] \quad (1)$$

Ahol:  $B$  – az államadósság;  $r$  – a reálkamatláb;  $T$  – az adóbevételek;  $G$  – a kormányzati kiadások;  $t$  – az idő; a változó feletti pont az idő szerinti deriváltat jelöli.

A differenciálegyenlet megoldva:

$$B(t) = B(0)e^{rt} - e^{rt} \int_0^t [T(s) - G(s)]e^{-rs} ds \quad (2)$$

Az egyenlet mindkét oldalát a GDP értékével elosztva és feltételezve, hogy az adósság/GDP ( $B(t)/Y(t)$ ) valamilyen tetszőleges értéken stabilizálódik:

$$b = \frac{B(t)}{Y(t)} = \frac{B(0)}{Y(t)} e^{rt} - \frac{1}{Y(t)} e^{rt} \int_0^t [T(s) - G(s)]e^{-rs} ds \quad (3)$$

A (3) egyenletet rendezve a kormányzat intertemporális korlátjának teljesülését kapjuk:

$$B(0) = \int_0^t [T(s) - G(s)]e^{-rs} ds \quad (4)$$

A (4)-ből következően, ha az adósság/GDP hányados egy tetszőleges szinten stabil, akkor a kormányzat intertemporális korlátját a kormányzat nem szegi meg, az államadósság a GDP-hez mérten bármennyi ideig fennállhat, az adósság visszafizetésére (nullára történő leszorítása) nem szükséges.

Az államadósság terhet tovább vizsgálva szem előtt kell tartani, hogy az állam adóssága egyúttal más gazdasági szereplőknek a pénzügyi vagyona. Meglehet, nagyobb adósságot hagyunk gyermekeinkre, ám annyiival nagyobb vagyont is, ahogyan azt Robert Skidelsky (2012) kiválóan megfogalmazta: „Az államadósság nem nettó teher a jövő generációi számára. Még ha esetleg okoz is jövőben adóemelést, az pusztán egy transzfer az adófizetőktől a kötvénytulajdonosok javára.”

(Ha a múltban a költségvetés deficitjét a folyó fizetési mérleg hiánya finanszírozta, akkor az érvelést árnyalni kell, erre azonban külön nem térek ki, mert e problémát a folyó fizetési mérleg többletével s nem az államadósság lefaragásával lehet orvosolni.)

A fentiekből eredően az államadósság valódi gazdasági terhét – a közfelfogástól eltérően – nem az adósság visszafizetése körül kell keresni. Ettől persze az adósságnak még létezhet terhe, és létezik is. S amikor erről gondolkodunk, határozottan különbséget kell tenni aközött, hogy az államadósság, illetve annak növekedése milyen konjunkturális viszonyok közepette jött létre: gazdasági prosperitás vagy pedig recesszió idején. Az államadósság körüli – sokszor süketek párbeszédére hasonlító – viták gyökerénél e különbségtétel elmulasztása húzódik meg.

Tekintsük az első esetet, vagyis amikor az állami költségvetés normál konjunkturális viszonyok között folytat deficitet – azaz államadósságot növelő – fiskális politikát. Standard közgazdasági összefüggés, hogy a deficit a növekvő kamatlábakon keresztül kiszorítja a vállalati beruházásokat, elszívja a finanszírozási forrásokat, ezáltal csökkenti a gazdaság növekedési potenciálját. A gazdaság kisebb GDP-t és kisebb társadalmi jólétet produkál ahhoz képest, mint ami a deficit, illetve az államadósság hiányában – *ceteris paribus* – lehetséges volna. Az államadósságnak ez a valódi terhe, és nem pedig az, hogy valamikor a távoli jövőben élő generációnak majd vissza kell fizetni. Mi több, azzal a meghökkentő helyzettel van dolgunk, hogy az államadósságnak az alacsonyabb gazdasági teljesítmény formájában jelentkező terhe nemcsak a jövő generációját sújtja, hanem folyamatosan „fizeti” a jelenlegi és a jövőbeni generáció úgyszintén.

Az államadósság terhének kérdése globális ZLB esetén, krónikus munkaerő- és kapacitásfelesleg mellett a fentiekől egészen eltérő képet mutat. Valami olyasmivel van dolgunk, mint a fizikában: a fénysebesség közelében más törvényszerűségek érvényesülnek, mint normál (hétköznapi) sebességviszonyok esetén.

Az államadósság terhének kérdése likviditási csapda esetében gyökeresen másképp vetődik fel, mint a normál konjunkturális körülmények között működő gazdaságban. Globális ZLB esetén ugyanis a deficit és az államadósság lefaragására törekvő gazdaságpolitika eredmények nem több beruházás és több munkahely, hanem több munkanélküli és alacsonyabb GDP lesz. Nem működnek ugyanis azok a mechanizmusok (lévén a kamatláb nem mehet zéró alá), amelyek normál esetben a költségvetési szigor következtében csökkenő keresletet ellensúlyozhatnak, annak helyébe léphetnének. Mi több, az elnyúló stagnálás és az azzal együtt járó – a perifériás országokban a

nagy válságot felülmúló mértéket öltő – munkanélküliség számos csatornán keresztül gyengíti a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálját is, s így az adósság elleni küzdelmet ZLB idején fókuszba állító politika nemcsak a jelen, hanem a jövő generációját is terheli.

Az államadósságnak ezért recessziós helyzetben – *horribile dictu* – nem terhe, hanem haszna van. Úgy, ahogyan azt M. Wolf (2012) találóan megfogalmazta: „Szemben azzal, amit gyakran mondanak, a helyzet nem egyszerűen az, hogy nagyobb adósságot hagyunk a jövő nemzedékére. Nagyobb adósságot hagyunk hátra, ám nagyobb pénzügyi vagyont is, méghozzá abból a célból, hogy fenntartsunk egy erősebb gazdaságot a jelenben és a jövőben egyaránt.”

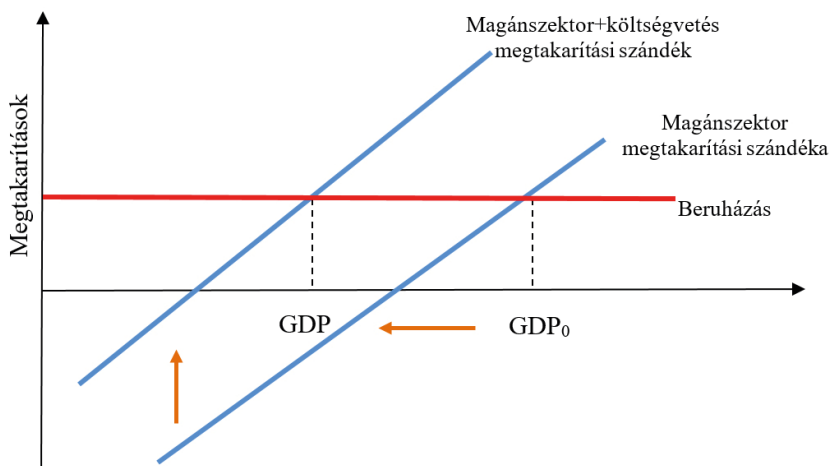
#### **4. Adósságleépítés és megtakarítási paradoxon**

Mindehhez jön hozzá, hogy a megtakarítások és az adósságleépítés kérdése makrogazdasági szinten teljesen eltér attól, mint amit az átlagpolgár „józan észre” alapozó tapasztalatai sugallnak. A gazdaság egészében a helyzet nem úgy néz ki, hogy ha a múltban jelentősen eladósodott magánszektor hirtelen (az ingatlanpiaci buborék kipukkanása következtében) az adósság leépítésére törekszik, akkor abba sikerrel vághat bele az állam is. Az ilyen gazdaságfilozófia mentén mindig csak a prognózisok lesznek fényesek. A gazdaság egészét tekintve az adósságleépítés nem pusztán szándék, eltökéltség és akarat kérdése. A megtakarítások alakulásának makrogazdasági szinten szigorú törvényszerűségei vannak, ráadásul ezek a törvények ZLB esetén kíméletlenek. Röviden a következőkről van szó.

Makrogazdasági azonosságok következtében a gazdaság egészében keletkező összes megtakarítás – bármi is van a gazdaságban – mindig megegyezik az üzleti szektor beruházásaival. ZLB esetén ebből a tényből egyenesen következik a megtakarítási paradoxon: a társadalomnak az a törekvése, hogy többet takarítson meg, miközben a beruházások értéke adott, szükségszerűen megghiúsítja önmagát: a nagyobb megtakarítási szándék a gazdasági teljesítmény zsugorodására, elhúzódó recesszióra, fizetéseképtelenségre és semmivel sem több megtakarításra vezet.



## 2. ábra: A megtakarítási paradoxon likviditási csapdájában



Forrás: Dedák (2013)

Vagyis a zero, illetve ahhoz közeli kamatlábak világában nem létezik olyan út, melynek mentén a korábban jelentős adósságot felhalmozó háztartások és vállalatok az adósságaik leépítésére, „pénzügyi egészségük” helyreállítására törekednek, s ezzel egyidejűleg megtehetik mindezt az államok is. Ha a törekvés mégis megvan rá, akkor az eredmény a gazdaság gyenge teljesítménye és munkanélküliség formájában olyan helyzet kialakulása, amely megghiúsítja némely gazdasági szereplő adósságleépítési szándékát.

Tulajdonképpen az a tény, hogy a jelentős fiskális kiigazítások ellenére ma az euró-zóna országainak államadóssága (93,4%) lényegesen nagyobb, mint 2010-ben volt (80%), s mindez a hatodik évébe lépő súlyos recesszióval párosul, azt jelenti, hogy a megtakarítási paradoxon revánsot vesz az őt negligálókon.

A 2010-es válságkezelési fordulatnak a növekvő államadósságokhoz kapcsolódó fenntarthatósági és finanszírozási félelem további fontos oka volt. Az EU-27 országok eladósodása 3 év alatt 59%-ról 80%-ra növekedett 2010 végére, és ebben a válság következtében csökkenő adóbevételek valamint a számos országban végrehajtott bankmentő akciók egyaránt szerepet játszottak. Mindehhez jött hozzá a perifériás országokból megindult pánikszerű tőkemenekülés, ami ezekben az országokban az állampapírok kockázati prémiumának jelentős növekedéséhez és súlyos finanszírozási problémákhoz vezetett.

A verdikt úgy tűnt, nyilvánvaló: az államok eladósodása nem fenntartható pályára került, a kockázati prémiumok csökkentéséhez, a befektetői bizalom visszaszerzéséhez a deficit és az államadósság csökkentésére van szükség, melynek egyetlen módja az általános fiskális szigor irányába történő fordulat. Valóságos intellektuális támfalként érkezett mindehhez Reinhardt-Rogoff (2010) futótűzként terjedő híres – ami azóta a feltárt fatális Excel hiba, és az elemi súlyozási baklövés következtében ma már inkább hírhedt – tanulmánya, mely szerint az eladósodásban a 90%-os szint küszöbértéknek számít, ugyanis azon túl a növekedés jelentős lassulása várható. Nem meglepő mindennek tükrében az EU pénzügyi biztosának, Olli Rehnnek (2013) a kijelentése: „Nem oldhatjuk meg a növekedési problémáinkat oly módon, hogy új adósságokat halmozunk régi adósságainkra. John Maynard Keynes maga sem lenne keynesiánus a jelenlegi helyzetben.”

Tegyük félre most azt a tényt, hogy amikor 1936-ban – az egyébként angol nemzetiségű Keynes – Általános Elmélete megjelent, Nagy Britannia államadóssága 150% felett volt. Ez azonban nem akadályozta meg Keynest abban, hogy a súlyos válság leküzdése és a növekedés előmozdítása érdekében aktív és átmenetileg a deficitet növelő fiskális politika mellett érveljen. Azonban ehelyett most összpontosítsunk inkább az államadósság fenntarthatóságára.

A teoretikus közgazdaságtan az államháztartás intertemporális költségvetési korlátjából kiindulva arra jut, hogy az államadósság fenntartható akkor, ha a jövőbeni – elméletileg végtelen időhorizontra számított – elsődleges költségvetési szufficitek jelenértéke legalább akkora, mint a ma meglévő államadósság. A fenntarthatóságnak ezzel az eredményével viszont a jelenlegi gondok közepette nem sokra megyünk, legfeljebb azt mondhatjuk, hogy az előttünk álló idő elég hosszúnak tűnik ahhoz, hogy az államadósság elleni frontális háborút ne okvetlenül az évszázad válságának kellős közepén kelljen megvívni.

A szigorpárti fordulat megértését illetően ezért nem is az államadósság fenntarthatósági, hanem sokkal inkább a finanszírozási problémáinak van szerepe. A válság kitörésével masszív tőkemenekülés következett be a perifériás országokból, ami a kockázati prémiumok emelkedéséhez, államadósságok refinanszírozási nehézségeihez, olykor ellehetetlenüléséhez (Spanyolország, Görögország) vezetett. A „piacok” ítéletét lehetett úgy is olvasni, ahogyan azt az európai politikusok s a közgazdászok egy része tette: a kockázati prémiumok csökkentéséhez, a befektetői bizalom helyreállításához javulást kell elérni az államadósságot meghatározó pályák fundamentumaiban. Európa „hellenizálódásának” megakadályozása érdekében a deficitek lefaragására és fiskális szigorra van szükség.

Ám lehetett gondolni erre is: ZLB esetén a befektetői pánik nem jó iránytű a gazdaságpolitika formálásához (DeGrauwe [2012]). Ugyanis a befektetői félelem által vezérelt racionalitás és a társadalom egészének jólétét szem előtt tartó makrogazdasági racionalitás nem esik egybe egymással. A „piacok” által követelt általános megszorítás az egész kontinensre kiterjedő recessziót, a perifériás országokban mérhetetlen szenvedést s mindennek a tetejébe a gazdaságok lassulása következtében az eredeti célkitűzés – az állami eladósodás csökkentése – megghiúsulását hozza majd magával, ezért az államadóság finanszírozási problémáira más megoldást célszerű találni.

És valóban, amikor 2012 nyarán az EKB végre – más országok jegybankjaihoz hasonlóan – eleget tett a történelem által ráruházott feladatának, és meghirdette korlátlan kötvényvásárlási programját, a kockázati prémiumok hirtelen és drasztikus mértékben csökkentek anélkül, hogy a gazdasági fundamentumokban változás következett volna be. Sőt, az EKB fellépése következtében ma a finanszírozási gondok által leginkább sújtott perifériaországok 2010-hez képest lényegesen kisebb költséggel finanszíroznak lényegesen nagyobb államadósságot. Ezzel összefüggésben az IMF közelmúltban tartott konferenciáján Oliver Blanchard (2013) így fogalmazott: „... nagyon fontos, hogy legyen egy végső hitelező, amely kész arra, hogy szükség esetén hitelezzen ne csak a pénzüzeteknek, hanem a kormányzatoknak is. Az eurózóna periféria országainak állampapír-piaci fejleményei – az EKB kötvényvásárlási programjának meghirdetése előtt, illetve után – összességében meggyőző bizonyítékul szolgálnak minderre.”

Mindent összevetve úgy tűnik, hogy az Európai Unióban nemhogy a válságkezelés finomhangolását, de még az irányát sem sikerült eltalálni. A 2010-ben éppen csak meginduló gazdasági növekedést átmenetileg tovább támogató, a magán-szektor adósságának leépítését segítő fiskális politikára lett volna szükség. Annak gondos mérlegelésére, hogy mely országokban van lehetőség és szükség a fiskális stimulus időbeni elhúzására, illetve melyek azok, amelyekben – a versenyképességi és a fizetésimérleg-problémák miatt (perifériaországok) – valóban elkerülhetetlen a körütekintő fiskális konszolidáció. Ehelyett jött az általános fiskális szigor, a munkanélküliség visszaszorítása helyett az államadósság elleni küzdelem, valamint az adósság démonizálása. Jött továbbá a 3%-os deficitkritériumhoz való megszállott ragaszkodás, amelynek üzenete valami ilyesmi: vezessünk autót ónos esőben és verőfényes napfényben ugyanúgy. S a sors keserű ironiája, hogy miközben mindez a jövőbeli generációk érdekeire való hivatkozással történt, aközben az elhúzódo recesszió a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálját rombolva a jövő generációját éppen úgy terheli, mint a ma élőt.

A válság kitörését követő hatodik évben már nemcsak azt tudjuk, hogy a fiskális szigoron alapuló politika szinte minden fronton csak kudarcot mutat, véget nem érőnek tűnik, hanem azt is, hogy mekkorák az elveszett GDP-ben mérhető veszteségek.

### 1. Táblázat: A fiskális kiigazítás hatása a reál GDP-re néhány EU-országban

	<b>Kumulatív fiskális kiigazítás (2011–2013) a potenciális GDP-hez képest</b>	<b>A GDP-re gyakorolt kumulatív hatás (2011– 2013)</b>
Németország	2,61%	8,1%
Franciaország	3,68%	9,1%
Olaszország	3,95%	9,0%
Írország	4,04%	8,4%
Spanyolország	4,45%	9,7%
Portugália	6,73%	15,3%
Görögország	8,91%	18,0%

Forrás: European Commission (2013), Economic Papers 506.

Az államadósság kérdése makrogazdasági szinten rendkívül bonyolult, ZLB esetén pedig különösen az. Azok a köznapis bölcességek, amelyek az egyének – illetve a laikusok – részéről racionálisnak, a józan ésszel és a hétköznapi tapasztalatokkal egybevágónak tűnnek, makrogazdasági szinten jórészt hamisak, vagy más törvényszerűségeknek engedelmességek.

Mindezzel kapcsolatosan Paul Krugman (2012) meglehetősen elkeseredett hangvételű írásában az USA-ra vonatkozóan – ám mások számára is tanulságosan – így fogalmaz: „Senki sem érti az adósságot... És a valódi problémákról elterelt figyelem sokat elárul politikai kultúránkról, különösen arról, hogy mennyire nincs tisztában a kongresszus az átlag amerikai polgár szenvedésével. Ám felfed valami mást is: amikor az emberek D.C.-ben a deficitről és az adósságról beszélnek, lényegében fogalmuk sincs arról, amiről beszélnek – és az emberek, akik a legtöbbet beszélnek róla, a legkevesebbet értik belőle.”

## 5. Az államadósság hatása a potenciális GDP mellett működő gazdaság esetén

Az államadósság hatása a gazdaság teljesítményére teljes foglalkoztatás mellett az eddig tárgyalattól gyökeresen eltér. Potenciális kibocsátás mellett ugyanis a költségvetési deficit nem nagyobb megtakarításra és nagyobb GDP-re vezet, hanem a megtakarítások és a hosszú távú jövedelemszint csökkenését idézi elő. A magyarázat az, hogy a teljes foglalkoztatás mellett – távol a likviditási csapda világától – a költségvetési deficit növeli a pénzpiaci kamatlábat, elszívja a megtakarításokat a magánberuházások elől, a kisebb beruházás pedig csökkenti a gazdaság növekedési potenciálját.

A kérdés nyilvánvalóan az, hogy a deficit mennyire erőteljesen csökkenti a gazdaság teljesítményét, továbbá mitől függ a hosszú távú jövedelemszintre gyakorolt hatás. A növekedési szakirodalom alapján erre alapvetően két – tulajdonképpen a szélső eseteket meghatározó – válasz adható.

A háztartások intertemporális optimalizálásán és altruista viselkedésén alapuló növekedési modellekben – amelyeknek az alaptípusa a Ramsey–Cass–Coopmans (RCK)-féle növekedési modell – az államadósságnak egyáltalán nincs terhe, azaz a költségvetési deficit és a felhalmozódó államadósság nem vezet a gazdaság teljesítményének csökkenésére. Ennek az a magyarázata, hogy az RCK-modellben érvényesül a ricardoi equivalencia, azaz a háztartások az intertemporális optimalizálásból eredően a költségvetési deficit nagyságával növelik a megtakarításaikat, ezért a deficit nem szorítja ki a magánberuházásokat, nem vezet a hosszú távú jövedelemszint csökkenéséhez.

A másik szélsőséges esetet az exogén és konstans megtakarítási rátával dolgozó növekedési modellek (Solow-modell) adják, amelyek esetében teljes kiszorítási hatás következik be, s a gazdaság alacsonyabb jövedelemszintet biztosító pályán halad az államadósság következtében. A továbbiakban ez utóbbi elemzésére térünk rá, ami egyúttal azt is jelenti, hogy az államadósság terhének felső határát fogjuk megragadni az exogén megtakarítási rátát feltételező Solow-modell segítségével.

Az államadósság terhének meghatározása lényegében az adósságdinamikai és növekedésméleti összefüggések egybekapcsolását igényli. Intuitíve a következőkről van szó. 1. A költségvetési deficit determinálja az államadósság dinamikáját. 2. A deficit egyúttal hatással van a megtakarítási rátára, ami a növekedésméleti összefüggéseken keresztül befolyásolja a steady-state jövedelemszintet. 3.

Az 1. és 2. pont eredményeit felhasználva kapcsolatot tudunk teremteni az államadósság nagysága és a gazdasági teljesítmény között, ami lehetővé teszi az államadósság terhének (pontosabban a teher felső határának) meghatározását.

Adósságdinamikai összefüggések következtében, ha a költségvetési deficit/GDP hányados konstans, akkor az állami eladósodás a GDP-hez képest az induló helyzet-től függetlenül a következő szinten stabilizálódik:

$$b = \frac{\mu}{g} \quad (4)$$

Ahol:  $\mu$  – a deficit/GDP érték;  $g$  – a gazdasági növekedés üteme.

A (4) egyenlet alapján minél nagyobb a deficit/GDP, és minél kisebb a gazdasági növekedés üteme, annál nagyobb lesz az adósság/GDP hányados.

A neoklasszikus növekedésméleti összefüggések alapján a steady-state jövedelem a következő formát ölti:

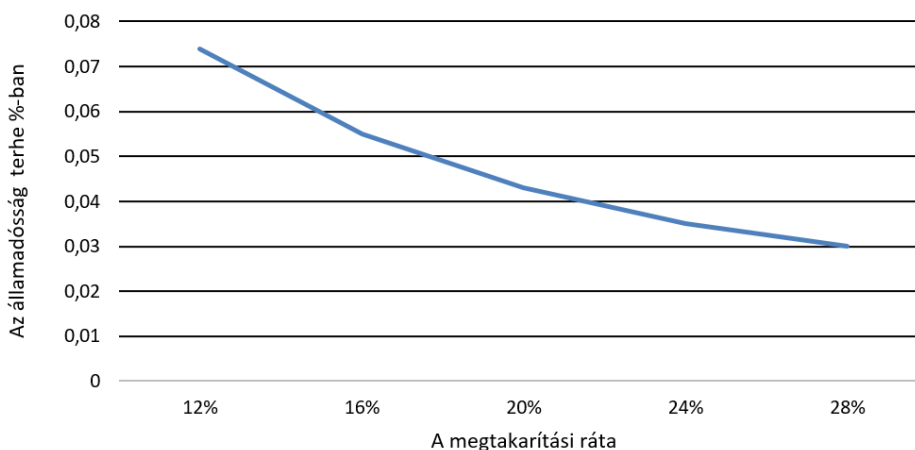
$$y^* = \left[ \frac{s}{n+g+\delta} \right]^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \quad (5)$$

A jelölések a standard növekedésméleti szimbólumokat követik:  $y$  – az egy effektív főre jutó kibocsátás;  $n$  – a népesség növekedési üteme;  $\delta$  – az amortizációs ráta;  $\alpha$  – a tőke termelési részesedése a jövedelemből.

Vizsgáljuk egy 80%-os államadósság hatását a steady-state jövedelemszintre. Mivel  $g$  értéke hosszú távon 2% körüli, így a deficit/GDP értéke az (5) alapján 1,6%. Az  $n + g + \delta$  értéke a zero népességnövekedéssel rendelkező országokban 6% körüli, míg az  $\alpha$  értékét a szakirodalomnak megfelelően kalibráljuk 1/3-ra. Teljes kiszorítási hatást feltételezve a magánszektor megtakarítási rátáját a költségvetési deficit egy az egyben csökkenti. A fenti paraméterek mellett az államadósság gazdasági teljesítményre gyakorolt hatását a következő ábra szemlélteti.

Az ábra legfontosabb tanulsága, hogy az államadósság terhe nem konstans, hanem országról országra változik, s mértéke erőteljesen függ a megtakarítási ráta nagyságától. A fejlett országok általában magas – 20% feletti – megtakarítási rátával rendelkeznek, s az ilyen országokban az államadósság éves terhe nem túl jelentős, 5% alatti. A szegényebb országokban viszont a megtakarítási ráta kisebb, és ez lényegesen kedvezőtlenebb hatást gyakorol a gazdaság teljesítményére.

### 3. ábra: A 80%-os államadósság hatása a gazdasági teljesítményre



Forrás: saját számítás

Végezetül említeni kell, hogy egy szofisztikáltabb elemzés felölelné a népesség növekedési ütemében meglévő különbségeket is, valamint figyelembe venné, hogy a neoklasszikus modellekben a humán tőke is fontos szerepet játszik az egyes országok növekedési teljesítményében. Mindezen változók elemzése természetesen módosítaná az államadósság fentebb kalkulált terhét is, ám az eddig leszűrt legfontosabb konklúziót nem változtatná meg. Azt, hogy az államadósság terhe jóval kisebb a gazdag, magas megtakarítási rátával rendelkező országokban, mint a fejletlen és alacsony megtakarítási rátát felmutató gazdaságokban. E rendkívül fontos témakör további részletekbe menő tárgyalása azonban már meghaladja ennek a tanulmánynak a kereteit.

### Konklúziók

Az államadósság gazdasági teljesítményre gyakorolt hatása meglehetősen komplex, s alapvetően attól függ, hogy milyen konjunkturális helyzetben halmozódik fel az államadósság. A jelenlegi válságos időkben az államadósságnak – a keynesi közgazdasági elmélet tanításaiból következően – nem terhe, hanem haszna van. Ugyanis amikor gazdaságok a kamatláb tekintetében elérték a zéró alsó korlátot, azaz beállt a likviditási csapda, akkor a válságból való kilábalás kulcsa a fiskális politika kezében van. Egy átmenetileg aktív – költségvetési deficitet és államadósságot növelő – fiskális

politika segíthet a gazdaság motorjainak felpörgetésben egészen addig, amíg a magán-szektor át nem veszi újra a motorok járatásának szerepét. Az általános költségvetési szigor s az államadósságok lefaragását prioritássá kitűző gazdaságpolitikának csak ezután szabadna jönnie.

A potenciális kibocsátás elérése esetén az államadósság GDP-re gyakorolt hatása alapvetően másként fest. Az államadósság beruházásokat és tőkeállományt szorít ki, s a gazdaság ennek következtében egy alacsonyabb jövedelemszintet jelentő steady-state helyzethez konvergál. Az egyszerű neoklasszikus növekedési elméleti modellt felhasználva az a tanulság adódik, hogy az államadósság terhe a fejlett országok tekintetében egyáltalán nem súlyos, és még egy viszonylag magas – 80% körüli – adósságállomány sem képes jelentős csökkenést előidézni a gazdaság teljesítményében. Az eredményeket azonban kellő óvatossággal érdemes kezelni, mert a humán tőkével kibővített növekedési modell az államadósság nagyobb terhét vetíti előre. Ennek részletes vizsgálata azonban jövődöbéli kutatások tárgyát képezi.

### Hivatkozások

- BLANCHARD, O. (2013): Monetary Policy Will Never Be the Same. IMF Home Page, 19 November
- CAMERON, D. (2013): David Cameron Tells Porkies about Britain's National Debt. The Spectator, 26 January
- DEDÁK ISTVÁN (2013): Válságkezelés: mi ellen küzdünk valójában? Portfolio.hu, 2013. december 3.
- DE GRAUWE, P. – YUEMEI JI, (2013): Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications. <http://www.voxeu.org>, 21 February
- FAMA, F. E. (2012): An Experienced View on Markets and Investing. Financial Analysts Journal 68(6), 15-19.
- KRUGMAN, P. (2012): Nobody Understands Debt, The New York Times, 2 January
- LAGARDE, C. (2013): Katasztrofális következménye lenne az adósságplafon-kudarcnak. (<http://inforadio.hu/gazdasag/hir-541223>)
- REHN, O. (2013): Is Olli Rehn Talking to Lord Keynes about Fiscal Policy? Econospeak, 4 March <http://econospeak.blogspot.hu/2013/03/is-olii-rehn-talking-to-lord-keynes.html>



- REINHARDT, C. M. – ROGOFF, K. (2010): Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper, No. 15639.
- SKIDELSKY, R. (2012): Does Debt Matter? <http://www.project-syndicate.org>, 20 January
- TRICHET, J. C. (2010): Interview with La Republicain, 24 June
- WOLF, M. (2012): Getting out of Debt by Adding Debt. <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange>, 25 July